

公司丑闻、声誉机制与高管变更*

酷卫华

(厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005)

内容提要: 本文以2003~2008年发生丑闻的公司高管为研究样本, 实证检验了作为非正式制度约束的声誉机制对高管变更的影响。模型的回归结果显示, 公司业绩、董事会特征以及股权集中度并不能有效解释丑闻公司高管变更的原因。相反, 声誉惩罚却显著提高了丑闻公司高管变更概率, 并分别将这些公司董事长和总经理变更的概率至少提高了8.02个百分点和2.46个百分点。进一步研究还表明, 声誉惩罚显著降低了丑闻公司董事长变更后继续担任公司其他职位的概率。研究结论证实, 在转型期的中国, 作为非正式制度约束的声誉机制能够在改善公司治理方面发挥作用。

关键词: 公司丑闻; 声誉机制; 高管变更

中图分类号: F275.0 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2011)01—0038—06

一、引言

在现代公司所有权与经营权分离的基础上, 高管变更是理解“约束经理人力量的关键变量”(Jensen & Warner, 1988)。因此, 长期以来是公司治理研究的重要内容。每当上市公司发生丑闻时, 无一例外的是, 要求加强监管和惩罚公司高管机会主义行为的呼声高涨。《财富》杂志曾对发生公司丑闻的高管如此评价: “他们撒谎、他们欺骗、他们偷窃, 但是却没有受到足够的惩罚。”对传统公司治理机制的失望, 使人们开始更多地关注存在于市场体制内的其他治理机制。其中, 声誉机制由于实施成本较低, 治理效果显著而受到学者青睐。

现实中, 声誉机制的治理作用表现在激励和惩治两方面。良好声誉为公司管理者提供了更为优厚的薪酬合约和更多职位晋升机会; 不良声誉则提高了公司高级管理人员离职概率, 并使他们未来就

业面临困难和个人财富遭受损失。Malmendier & Tate(2009)发现, 与其他公司高管相比, 明星CEO往往能够获得更高薪水和更多担任公司外部董事的机会; Arthaud-Day等(2006)、Desai等(2006)、Karpoff等(2008)发现, 丑闻公司高级管理人员的机会主义行为一旦被市场发现, 声誉机制便会产生作用, 不仅会显著提高这些公司高管离职的概率, 而且还影响其未来在经理人市场的就业机会, 这些公司高管也会损失不菲个人财富。

本文重点关注具有低成本与自我实施特征的声誉机制能否在转型期的中国产生治理效果, 声誉机制有没有惩罚丑闻公司高级管理人员的机会主义行为。本文可能的研究贡献主要体现在两个方面: 一方面, 通过样本选择和实证设计的改进, 本文分离了声誉机制对发生丑闻的公司高管变更的影响; 另一方面, 考虑到国内上市公司高级管理人员遴选机制的市场化程度不高而行政色彩浓厚的特点^①, 我们通过考察声誉机制对高管变更后继续担

收稿日期: 2010-08-10

* **基金项目:** 国家社会科学基金项目“公司财务管理若干基础问题研究”(70632001); 教育部人文社会科学研究项目“信息不对称、融资约束程度与资本配置效率”(09YJC630140); 教育部人文社会科学研究项目“公司透明度评价体系与治理机制研究”(08JC630073)。

作者简介: (1979-), 男, 陕西咸阳人。博士研究生, 主要从事公司财务与公司治理问题研究。E-mail: cuweihua@126.com。

^① 依据沈艺峰等(2009)调查显示, 目前仅有17.63%的上市公司管理层通过竞争方式产生, 其中, 14.29%的中央国有上市企业和14.07%的地方国有上市企业通过竞争方式产生公司管理层人员, 即使是在民营上市企业, 这一比例也仅有22.87%。

任公司其他职位的影响,拓展了以往国内文献对高管变更的研究。

二、文献回顾与研究假设

Coughlan & Schmidt(1985)、Warner 等(1988)较早研究了公司业绩与高级管理人员变更之间的关系,他们发现,公司业绩表现与高管人员变更之间呈显著的负相关性,即公司业绩不佳将会提高公司高管人员变更概率;Kaplan(1994)分析了不同于英美公司治理模式与治理目标的日本和德国企业,发现高管变更与公司业绩之间的关系依然存在;张俊生和曾亚敏(2005)、赵震宇等(2007)、游家兴等(2010)针对国内上市公司高管变更的研究证实,较差公司业绩提高了管理层变更的可能性。与业绩不佳的公司相比,大部分发生丑闻的公司同样处于经营管理不善、业绩差强人意的境地,只不过这些公司为了掩盖真实经营情况,采取了违反法律和会计准则的行为。因此,本文认为,丑闻公司高管的变更可能受到公司业绩的影响。

不同董事会治理结构,如董事会规模、外部董事比例、董事长与 CEO 是否两职合一等也会影响高管变更概率。好的董事会治理结构能够提高不称职高管变更概率,反之亦然。Weisbach(1988)发现,外部董事占主导公司,公司业绩不佳所引起的高管变更概率高于内部董事占主导公司;Yermack(1996)研究显示,在公司业绩不佳的情况下,规模较小的董事会更倾向于变更不称职的公司高管,而随着董事会规模扩大,高管变更概率反倒下降;Goyal & Park(2002)研究发现,在两职合一的公司里,CEO 由于业绩不佳发生变更的敏感性低于两职分离的公司。因此,本文认为,对发生丑闻的公司而言,好的董事会治理结构将提高高管变更的可能性,而较差的董事会治理结构则会降低高管变更可能性。

Shleifer & Vishny(1997)指出,在投资者法律保护较弱的国家,大股东持股成为改善公司治理的替代方法。换言之,在投资者法律保护较差的国家,大股东持股公司在业绩不佳时会及时解聘不称职公司高管;Renneboog(2000)发现,大股东能在一定程度上约束管理者机会主义行为,提高了公司业绩不佳时 CEO 变更的可能性;Volpin(2002)以法律保护较差、但股权结构相对集中的意大利公司作为研

究样本,结果发现,当公司业绩表现较好时,公司高管变更的概率小于业绩不佳时高管变更概率。除了公司业绩因素影响高管变更外,股权结构也显著影响高管变更概率;沈艺峰等(2007)同样发现,陷入财务困境的国内上市公司,大股东持股比例显著影响了公司高管变更的概率。因此,本文认为,在国内法律制度不完善和公司治理水平普遍不高的情况下,对发生丑闻公司的高管而言,大股东持股比例将会显著影响高管变更的可能性。

基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 1:在其他条件不变的情况下,公司业绩越差,则丑闻公司高管变更的可能性越高;

假设 2:在其他条件不变的情况下,董事会治理结构越好,则丑闻公司高管变更的可能性越高;

假设 3:在其他条件不变的情况下,大股东持股比例越集中,则丑闻公司高管变更的可能性越高。

新近文献表明,声誉机制在改善和提高公司治理方面能够发挥显著效果(Arthaud-Day 等,2006;Desai 等,2006;Fich & Shivdasani,2007;Karpoff 等,2008;Malmendier & Tate,2009)。与仅由公司业绩不佳所引起的高管变更不同,丑闻公司高管人员实施的违法、违规行为使他们在市场中背负了“坏”声誉。由于国内上市公司存在明显股权融资依赖,高管违法、违规行为将降低公众投资者和债权人对企业的信任,使之减少未来对公司融资的支持或要求提高融资成本以补偿资金风险。企业只有通过解聘高级管理人员的方式向资金提供者展示惩治机会主义行为的决心,才可能重新赢得信任和获得融资支持。高管违法、违规行为发生通常会使公司处于较高的法律诉讼风险中,除了必须接受司法部门的调查和协助取证外,还需要为应对不同利益者的诉讼而消耗大量人力和物力。为了降低可能承担的民事赔偿和法律责任,迅速挽回公众形象,发生丑闻的公司倾向于迅速变更高级管理人员。丑闻的发生还会使政府和监管机构蒙羞,对政府官员升迁产生负面影响。同时,使监管机构承担监管不力的名声。为了缓解社会舆论压力,出于自身利益考虑,政府官员和监管机构通常会向企业施加压力和影响,或利用政府所掌握的企业控制权迫使高级管理人员离职,将公司丑闻的负面影响降到最低。

基于上述分析,本文提出如下假设:

假设 4: 在其他条件不变的情况下, 声誉机制将会显著提高丑闻公司高管变更的可能性。

三、样本选择与变量定义

1、研究样本选择

本文以 2003 ~ 2008 年证监会公布的对 88 家 A 股上市公司违法、违规行为承担责任的时任董事长和总经理作为研究样本。在剔除了重复统计、数据缺失等样本后, 剩余 70 家上市公司高管作为最终研究样本。

2、对照样本选择

为了分离声誉机制对研究样本高管变更的影响, 本文选择 2003 ~ 2008 年被特别处理(ST) 公司高管作为参照对象。由于以往对照样本选择方法可能造成统计结果上的第一类和第二类错误(Karpoff 等, 2008), 因此, 本文将 2003 ~ 2008 年 ST 公司高管作为参照对象, 在剔除了数据缺失与重复样本后, 将 221 家 ST 公司高管作为最终对照样本。

3、变量定义

(1) 因变量: 高级管理人员变更(Turnover)。借鉴沈艺峰等(2007) 的定义, 本文排除了由于健康原因、退休、死亡、公司治理结构变动和公司控制权变动所引起的高管变更。在这些类别之外, 具有董事长和总经理头衔的个人不再担任原有职位视为高管变更。高管变更窗口期的选择参考 Karpoff 等(2008), 对研究样本而言, 以上市公司发生违法、违规行为至证监会正式公布《行政处罚决定书》三个月内止为研究窗口, 如果在研究窗口内, 研究样本的高管被迫离职, 则 Turnover 取值为 1, 否则取值为 0。对照样本的高管变更定义为在公司被 ST 处理至取消 ST 处理三个月内止被迫离职的高管, Turnover 取值为 1, 否则取值为 0。

(2) 解释变量: 声誉惩罚(Reputation_Penalty)。为了观察声誉机制对高管变更的影响, 本文对研究样本的董事长和总经理赋值为 1, 对照样本的董事长和总经理则为 0。证监会经过调查、取证后对外公布应为丑闻承担责任的研究样本的高管名单, 表明这些高管真实存在违法、违规行为。一旦证监会介入调查, 以及处罚结果等信息通过正式途径公布或经过媒体传播, 势必会严重影响研究样本高管的个人声誉。

(3) 其他解释变量。本文其他解释变量包括公

司业绩、董事会治理结构和大股东持股比例(Top1) 等变量。公司业绩指滞后一期经市场调整后的公司股票收益率(CAR), 董事会治理结构包括董事会规模(Board_Size)、独立董事比例(Outsider)、董事长与总经理是否两职合一(Dual)。

(4) 控制变量。控制变量主要包括高级管理人员任职期(Tenure)、年龄(Age)、公司规模(Ln_size)、资本结构(Lev)、行业(Industry) 以及年度(Year) 哑变量。

上市公司财务数据和股权数据来自 Wind 数据库, 公司治理结构数据来自 CSMAR 数据库, 高管变更的原因、个人特征等数据通过查阅公司定期报告和日常公告手工整理得到。

四、实证分析与讨论

1、高管变更的描述性统计

本文依据上市公司公告的内容统计了高管变更的原因, 研究样本董事长变更比例为 79. 17%, 与之相比, 对照样本董事长变更的比例则明显偏低, 仅为 38. 98%。同样, 研究样本总经理变更比例为 73. 08%, 明显高于对照样本的 44. 41%。卡方检验结果说明, 在研究样本与对照样本之间, 董事长和总经理变更比例均存在明显差异, 并且研究样本高管变更比例显著高于对照样本。

2、声誉机制对高管变更的影响

为了分离声誉机制对研究样本高管变更的影响, 我们将研究样本与对照样本合并, 利用 Logistic 模型考察声誉机制对高管变更的影响, 回归结果如表 1 所示。表 1 第一列回归结果显示, 声誉惩罚与董事长是否变更之间的系数值在 1% 置信水平上显著为正, 表明声誉惩罚显著提高了董事长变更概率, 并且将研究样本董事长变更的概率提高了 8. 02 个百分点。交乘项与董事长是否变更之间的系数值不存在显著相关性, 表明公司业绩没有对研究样本董事长变更产生显著影响。此外, 回归结果还表明, 独立董事比例显著降低了董事长变更概率, 而董事长任职期越长, 则变更可能性越低。

表 1 第二列结果显示, 声誉惩罚与总经理是否变更之间系数值在 1% 置信水平上显著, 表明声誉惩罚显著提高了总经理变更概率, 并且将研究样本总经理变更概率提高了 2. 46 个百分点。交乘项与总经理是否变更之间系数值不存在显著负相关性,

表明公司业绩没有对研究样本总经理变更产生显著影响。此外,第二列的结果还说明,独立董事比例显著降低了总经理变更概率,而总经理任职期越长,则变更可能性越低。

表 1 声誉机制与高管变更的回归分析

| | 董事长 | 总经理 |
|--------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Constant | 2.22 (0.61) | 6.61 ** (2.39) |
| Reputation_Penalty | 2.08 *** (3.86) | 0.90 ** (2.42) |
| CAR | -0.33 (-1.37) | -1.06 *** (-5.23) |
| Reputation_Penalty × CAR | -0.23 (-0.18) | 1.01 ** (2.02) |
| Board_Size | 0.07 (0.72) | 0.13 * (1.77) |
| Outsider | -5.51 *** (-2.63) | -4.09 ** (-2.37) |
| Top1 | 1.88 (1.46) | 0.20 (0.21) |
| Dual | -0.35 (-0.81) | -0.07 (-0.20) |
| Tenure | -0.33 *** (-4.54) | -0.37 *** (-5.94) |
| Age | 0.02 (0.64) | -0.02 (-0.85) |
| Ln_size | -0.14 (-0.79) | -0.19 (-1.45) |
| Lev | 0.02 (0.50) | 0.03 (0.66) |
| Industry | 控制 | 控制 |
| Year | 控制 | 控制 |
| 观测样本量 | 349 | 382 |

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的置信水平上显著; () 内为采用 Huber-White 方法修正后的 t 值。

表 1 回归结果说明,声誉机制显著提高了丑闻公司董事长与总经理变更概率,与公司业绩、董事会治理结构以及股权集中度等因素相比,声誉机制能够解释研究样本高级管理人员高比例变更原因,为假设 4 提供了证据支持。

3、稳健性检验

本文以滞后一期的净资产收益率(ROE)、总资产收益率(ROA) 作为反映公司业绩的替代指标,回归结果与表 1 相一致;考虑到公司业绩指标存在被管理层操纵的情况,本文还分别以滞后一期净利润率和息税前利润/营业收入作为反映公司业绩的替代变量,以前十大股东持股比例作为反映公司股权集中度替代指标,并控制机构投资者持股比例对研究结果可能产生的影响。回归结果同样显示,声誉惩罚显著提高了研究样本高管变更概率,而公司业绩、董事会治理结构以及股权集中度等因素则没有显著提高样本公司高管变更概率。稳健性检验结果进一步支持了本文假设 4,即声誉机制显著提高了样本公司董事长和总经理变更概率。

五、拓展性研究

在以往国外研究文献中,高管变更实际上意味着“离职”,即不再继续担任企业董事长或总经理以及其他管理职位。在国内目前制度背景下,由于高管遴选机制的非市场化和行政色彩浓厚的特点,加之公司高管与大股东之间存在密切关系,高管人员虽然因为丑闻发生不再担任董事长或总经理职位,但是却可能继续留任企业担任其他如董事、副总经理等职位,这样就有必要进一步考察声誉机制对丑闻公司高管留任其他职位的影响。

通过查阅公司公告信息,我们发现,研究样本和对照样本中董事长变更后继续担任其他职位的比例分别为 30.56% 和 65.50%,总经理变更后继续担任其他职位的比例分别为 51.28% 和 66.17%。卡方检验结果表明,研究样本与对照样本高管变更后继续担任公司其他职位比例存在显著差异。因此,本文利用 Logistic 模型考察声誉机制对高管留任其他职位的影响。研究样本与对照样本中的公司高管发生变更后不再担任公司董事长或总经理,但是继续留任公司担任其他管理人员职位的取值为 1,否则取 0,其他管理人员的范围包括董事、监事、副总经理、财务负责人以及董事会秘书。回归

结果如表 2 所示。

表 2 高管留任其他职位的回归分析

| | 董事长 | 总经理 |
|--------------------------|--------------------------|-------------------------|
| Constant | - 1. 24 (- 0. 38) | - 6. 29** (- 2. 04) |
| Reputation_Penalty | - 1. 78*** (- 3. 35) | 0. 72* (1. 80) |
| CAR | 0. 26 (1. 11) | 0. 46* (1. 76) |
| Reputation_Penalty × CAR | - 1. 11 (- 1. 25) | - 0. 69 (- 1. 39) |
| Board_Size | 0. 14 (1. 80) | - 0. 04 (- 0. 50) |
| Outsider | 3. 57*** (2. 00) | 6. 74*** (3. 21) |
| Top1 | 0. 75 (0. 66) | 0. 59 (0. 58) |
| Dual | 0. 13 (0. 32) | - 0. 03 (- 0. 08) |
| Tenure | 0. 22*** (3. 35) | 0. 08 (1. 18) |
| Age | - 0. 01 (- 0. 06) | 0. 03 (1. 21) |
| Ln_size | 0. 08 (0. 51) | 0. 23 (1. 55) |
| Lev | 0. 02 (0. 09) | 0. 01 (0. 45) |
| Industry | 控制 | 控制 |
| Year | 控制 | 控制 |
| 观测样本量 | 349 | 380 |

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的置信水平上显著; () 内为采用 Huber-White 方法修正后的 t 值。

表 2 第一列回归结果显示, 声誉机制分别在 1% 置信水平上降低了研究样本董事长变更后担任

公司其他职位的概率。在利用交乘项控制公司业绩对研究样本影响的情况下, 我们发现, 声誉机制分别将研究样本董事长变更后继续担任公司其他职位的概率降低了 0. 17 个百分点。此外, 董事长任职期显著提高了继续担任其他职位的概率。董事会规模、第一大股东持股比例以及是否两职合一与继续担任其他职位之间的系数值为正, 但是均不显著。表 2 第二列回归结果显示, 声誉机制并未降低研究样本总经理变更后继续担任公司其他职位的概率。独立董事比例在 1% 置信水平上提高了总经理变更后继续担任公司其他职位的可能性, 而总经理任职期则显著提高了其继续担任其他职位的可能性。

表 2 回归结果说明, 声誉机制影响了研究样本高管变更后任职情况。其中, 尽管声誉机制没有对研究样本总经理变更后继续担任其他职位产生预期影响, 但是, 仍然显著降低了研究样本董事长变更后继续担任其他职位的概率。

六、结论与启示

本文利用 Logistic 模型分析了丑闻公司高管变更的原因, 发现公司业绩、董事会治理结构和股权集中度等因素并不能有效解释丑闻公司高管变更原因, 相反, 声誉惩罚却在 1% 的置信水平上提高了丑闻公司高管变更概率。进一步研究还发现, 声誉惩罚显著降低了丑闻公司董事长变更后继续担任公司其他职位的概率。总体而言, 本文研究结论证实了, 即使是在法律制度和公司治理水平不高的转型经济国家, 声誉机制亦能发挥改善和提高公司治理作用。

本文研究的启示是, 一方面, 在转型经济国家, 利用正式制度约束改善公司治理往往成本较高, 而且立法进步和执法改善在现实中并非一蹴而就。相反, 作为非正式制度约束的声誉机制却能够在社会发展和经济转型中长期而稳定的发挥作用。因此, 应该重视声誉机制在改善和提高公司治理水平过程中的作用; 另一方面, 通过加强和完善上市公司信息披露内容, 进一步降低证券市场信息不对称, 同时保护媒体监督权力, 减少对媒体干预, 提高信息在市场与投资者之间自由流动, 将能使声誉机制更好地发挥改善公司治理的作用。

参考文献:

- [1] Arthaud-Day, M. L. , Certo, S. T. , Dalton, C. M. , and Dalton, D. R. A Changing of the Guard: Executive and Director Turnover following Corporate Financial Restatements [J]. Academy of Management Journal, 2006, (49) : 1119 – 1136.
- [2] Coughlan, A. T. , and Schmidt, R. M. Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation [J]. Journal of Accounting and Economics, 1985, (7) : 43 – 66.
- [3] Desai, H. , Hogan, C. E. , and Wilkins, M. S. The Reputation Penalty for Aggressive Accounting: Earning Restatements and Management Turnover [J]. Accounting Reviews, 2006, (81) : 83 – 112.
- [4] Jensen, M. C. , and Warner, J. B. The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors [J]. Journal of Financial Economics, 1988, (20) : 3 – 24.
- [5] Karpoff, J. M. , Lee, D. S. , and Martin, G. S. The Consequence to Managers for Financial Misrepresentation [J]. Journal of Financial Economics, 2008, (88) : 193 – 215.
- [6] Malemender, U. , and Tate, G. Superstar CEO [J]. Quarterly Journal of Economics, 2009, (124) : 1593 – 1638.
- [7] Warner, J. B. , Watts, R. L. , and Wruck, K. H. Stock Prices and Top Management Changes [J]. Journal of Financial Economics, 1988, (20) : 461 – 492.
- [8] Weisbach, M. S. Outside Directors and CEO Turnover [J]. Journal of Financial Economics, 1988, (20) : 431 – 460.
- [9] Yermack, D. Higher Market Valuation of Companies with a Smaller Board of Directors [J]. Journal of Financial Economics, 1996, (40) : 185 – 211.
- [10] 沈艺峰, 肖珉, 林涛. 投资者保护与上市公司资本结构 [J]. 北京: 经济研究, 2009, (7) .
- [11] 沈艺峰, 陈舒予, 黄娟娟. 投资者法律保护、所有权结构与困境公司高层管理人员变更 [J]. 北京: 中国工业经济, 2007, (1) .
- [12] 张俊生, 曾亚敏. 董事会特征与总经理变更 [J]. 天津: 南开管理评论, 2005, (1) .
- [13] 赵震宇, 杨之曙, 白重恩. 影响中国上市公司高层变更的因素分析与实证检验 [J]. 北京: 金融研究, 2007, (8) .
- [14] 游家兴, 徐盼盼, 陈淑敏. 政治关联、职位壕沟与高管变更——来自中国财务困境上市公司的经验证据 [J]. 北京: 金融研究, 2010, (4) .

Corporate Scandals, Reputation Mechanism and Management Turnover

CU Wei-hua

(School of Management, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China)

Abstract: Using data from 2003 to 2008, this paper empirically studies the effect of the reputation mechanism as an informal institution on the management turnover. We could not find evidence that the firm performance, board size and ownership concentration influence the managers' departure in companies which break out scandals. But we find that reputational penalty significantly increases the turnover of chairman and CEO. Besides that, the reputational penalty respectively increases the probability of chairman and CEO turnover at least 8.02 percent and 2.46 percent. Further results suggest that reputational penalty remarkable decrease the opportunity that chairman gets other position after they were turn over in the companies. The conclusion means that reputation mechanism can significantly improve corporate governance in transition countries like China.

Key Words: corporate scandals; reputation mechanism; management turnover

(责任编辑: 弘 毅)